

**ZUWEA**

# Quartalsbericht

April 2026



# Inhalt

Zusammenfassung	1
Was im ersten Quartal passiert ist und was wir getan haben	2
Iran-Krieg: Der Schock verändert den Pfad, nicht die Richtung	3
Wenn geopolitisches Risiko zu wirtschaftlichem Risiko wird	5
Die zwei Motoren der US-Wirtschaft: KI und die Wohlhabenden	6
Gold: Versagender sicherer Hafen oder gerechtfertigte Neubewertung?	7
Sind Schweizer Aktien wirklich eine defensive Anlage?	8
KI jenseits der Big Tech: Wo Wert geschaffen wird	9
Implikationen für das Portfolio und Schlussfolgerung	11

## Zusammenfassung

Das erste Quartal 2026 könnte rückblickend als die Phase in Erinnerung bleiben, in der die Weltordnung der letzten 70 Jahre zu zerfallen begann. Die epochale Rede des kanadischen Premierministers Mark Carney in Davos könnte einen klaren Weg vorgezeichnet haben und möglicherweise als moderne „Eiserner-Vorhang“-Rede in die Geschichte eingehen.

Der Krieg im Iran hat diesen Wandel nicht verursacht; er hat ihn lediglich schwerer ignorierbar gemacht. Die zugrunde liegende Botschaft des Quartals war jedoch bereits klar: Die Märkte wurden selektiver, geopolitische Risiken rückten wieder in den Vordergrund, und die Annahmen, die das alte Regime getragen haben, wurden weniger verlässlich.

Unsere zentrale Einschätzung bleibt, dass der Krieg den Pfad verändert, nicht die Richtung. Wir sehen ihn weder als isolierten Schock noch als einfaches „Buy-the-Dip“-Ereignis. Unser Basisszenario ist eine holprige neue Weltordnung: Der unmittelbare Schock lässt nach, aber die Fragmentierung bleibt erhöht, das globale System ist weniger kooperativ, und

**Marco Schaller**  
Chief Executive Officer  
LWWEA AG

das Anlageregime ist weniger nachsichtig als zuvor.

Für Portfolios bedeutet dies, über kurzfristige Marktschwankungen hinauszublicken. Wir bleiben vorsichtig gegenüber breiten US-Aktienindizes, konstruktiver gegenüber Europa und Asien ex Japan, diszipliniert beim USD-Exposure und bleiben der Diversifikation durch Gold und andere nicht-traditionelle Anlagen verpflichtet.

In diesem Schreiben untersuchen wir, ob der durch den Krieg im Iran ausgelöste Schock übersehen werden sollte und ob das erratische Verhalten bestimmter Anlagen lediglich eine kurzfristige Abweichung oder eine grundlegendere Veränderung ist, die eine Anpassung unserer Positionierung rechtfertigt.

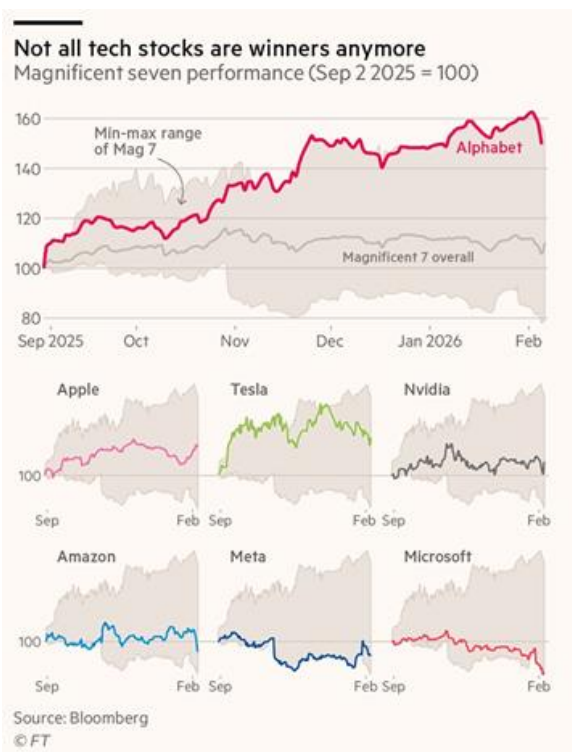
Das Ziel ist nicht, jede kurzfristige Bewegung vorherzusagen, sondern Portfolios zu konstruieren, die von weniger fragilen Annahmen abhängen.



## Was im ersten Quartal passiert ist und was wir getan haben

Bereits vor dem Krieg hatte das Quartal eine klare Botschaft gesendet. Die Märkte wurden selektiver, die Begeisterung für dominante US-Themen wie KI wurde weniger selbstverständlich (siehe Abbildung 1), und Investoren betrachteten Chancen ausserhalb der Vereinigten Staaten zunehmend ernsthafter.

Abbildung 1: Streuung der „Magnificent 7“



Quelle: FT/Bloomberg März 2026

Gleichzeitig nahmen die Bedenken hinsichtlich Verschuldung, Glaubwürdigkeit des Dollars und geopolitischer Fragmentierung weiter zu. Mit anderen Worten: Das alte Regime brach nicht in einem dramatischen Moment zusammen. Es verlor an Kohärenz.

Der Krieg im Iran veränderte dann abrupt den Ton. Ein Quartal, das mit zunehmender Selektivität und der Suche nach breiteren Chancen begann, wurde von Energierisiken, regionaler Instabilität und der Möglichkeit umfassender wirtschaftlicher Störungen

geprägt. Einige Anlagen, von denen man normalerweise erwarten würde, dass sie klarer schützen, verhielten sich kurzfristig weniger verlässlich. Das war eine wichtige Erinnerung daran, dass in einem Regimewechsel alte Bezeichnungen wie „sicherer Hafen“ und „defensiv“ nicht zu mechanisch angewendet werden können.

Abbildung 2: Outperformance von Nicht-US-Aktien seit Beginn des Iran-Kriegs korrigiert



Quelle: Bloomberg

Unser Portfolio entwickelte sich im ersten Teil des Quartals gut, unterstützt durch eine vorsichtige Positionierung, Nicht-US-Exposure und Gold. Als die Bedingungen weniger nachsichtig wurden, reduzierten wir das Risiko weiter, indem wir unsere Allokation in US-Technologie und in Japan sowohl vor als auch nach den Wahlen im Februar reduzierten und später, nach Beginn des Iran-Konflikts, unsere Übergewichtung in Asien ex Japan verringerten. Zusätzlich erwarben wir im Verlauf des Quartals Absicherungen auf den Nasdaq und den DAX, während wir selektiv europäische Aktien aufstockten, insbesondere im europäischen Verteidigungssektor.

Später wurde die Preisentwicklung erratischer, und einige Diversifikatoren boten weniger unmittelbaren Schutz als erwartet. Wir beendeten die Periode dennoch vor unserer Benchmark, aber das Quartal unterstrich einen

breiteren Punkt: In diesem Umfeld geht es beim Schutz nicht nur darum, die richtigen Anlagen zu halten, sondern auch zu verstehen, wie sie sich unter verschiedenen Arten von Schocks verhalten.

## Iran-Krieg: Der Schock verändert den Pfad, nicht die Richtung

**Unser Basisszenario ist eine holprige neue Weltordnung: Der unmittelbare Schock lässt nach, aber die Fragmentierung bleibt erhöht und die Welt wird weniger stabil und weniger effizient als zuvor.**

Angestossen durch Fragen von Kunden haben wir kürzlich auf LinkedIn ([Link](#)) unsere Skepsis gegenüber der verbreiteten Aussage geteilt, dass „Kriege eine Kaufgelegenheit sind“. Die Geschichte mag diese Sichtweise in vielen Fällen stützen, doch sie heute mechanisch anzuwenden, ist unserer Ansicht nach ein Fehler.

Wir haben es nicht mit einem isolierten geopolitischen Ereignis in einem ansonsten

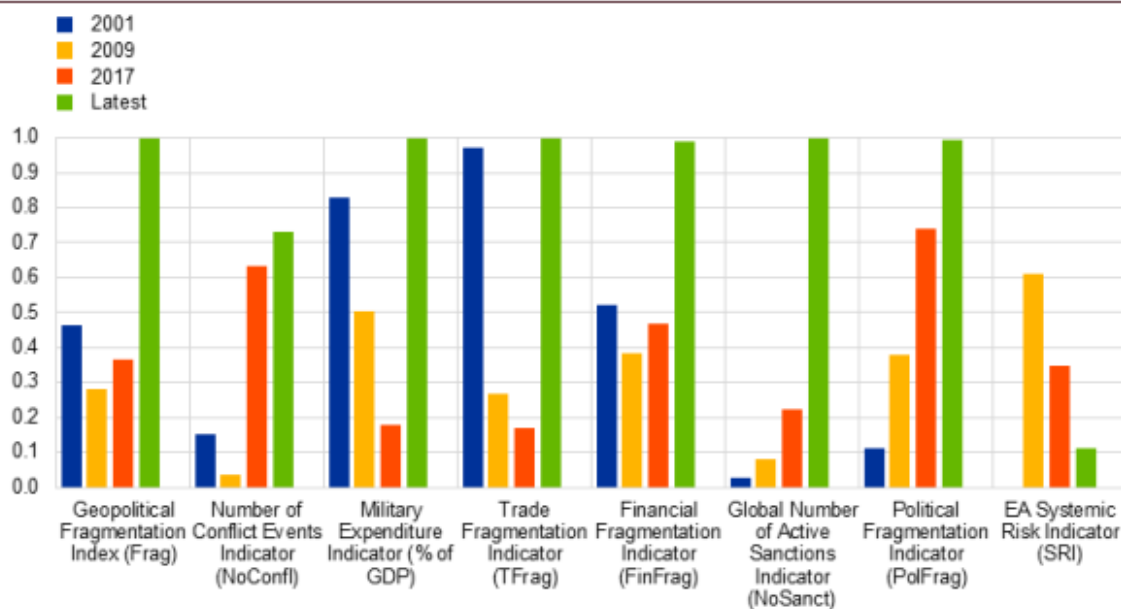
stabilen System zu tun. Wir erleben den sichtbaren Bruch einer Weltordnung, die seit 1945 Politik, Handel, Kapitalflüsse und Sicherheitsstrukturen geprägt hat. Das ist kein normaler Schock. Es ist ein Regimewechsel, und Regimewechsel lösen sich nicht innerhalb eines Quartals auf.

Das ist wichtig, weil die meisten „Buy-the-Dip“-Argumente auf Phasen basieren, in denen das übergeordnete System intakt blieb. Das ist nicht mehr der Fall. Die Verschuldung ist höher, die Politik ist weniger kohärent, die Geopolitik ist konfrontativer, und Inflation ist nicht mehr nur ein zyklisches Problem. Die Bedingungen, die es den Märkten ermöglicht haben, vergangene Schocks schnell und sauber zu absorbieren, sind heute schwächer.

Die relevantere Frage ist daher nicht, ob dieser Krieg einfach vorübergeht. Entscheidend ist, wie sich der Übergang zu einer neuen Weltordnung entwickelt. Wir sehen drei Szenarien (nächste Seite):

Abbildung 3: Fragmentierung in zentralen Indikatoren für Kapital, Handel und Politik

### Changes in the geopolitical trend indicators selected for the EU geopolitical risks analysis framework



Quelle: European Systemic Risk Board

Abbildung 4: Szenarien zum Iran–Krieg

NEGATIV 15 % Globale Rezession	BASISSZENARIO 60 % Holprige neue Weltordnung	KONSTRUKTIV 25 % Sichererer Naher Osten
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rationale Entscheidungsfindung bricht zusammen, der Krieg dauert an und es wird keine Lösung gefunden, um die Strasse von Hormus zu entblockieren.</li> <li>• Der Konflikt erweist sich als schwerer einzudämmen. <ul style="list-style-type: none"> <li>• Die wirtschaftlichen Folgen werden anhaltender und drängen die Weltwirtschaft in eine Rezession oder sogar Stagflation.</li> </ul> </li> <li>• Die Märkte sind gezwungen, sich an eine instabilere Kombination aus geopolitischem Risiko, Inflationsdruck und geringerer politischer Planbarkeit anzupassen.</li> <li>• Dies ist unwahrscheinlich, aber ausreichend plausibel, sodass Investoren es nicht ignorieren sollten.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Der aktuelle Konflikt klingt allmählich in eine angespannte, aber handhabbare neue Normalität ab.</li> <li>• Alle Seiten, einschliesslich jener, die nicht direkt beteiligt sind, haben ein starkes Interesse daran, eine globale Rezession zu vermeiden.</li> <li>• Ein tragfähiger Kompromiss wird gefunden, der eine anhaltende Störung der Öl- und Gasflüsse verhindert.</li> <li>• Die Region bleibt geschwächt, die Fragmentierung bleibt erhöht, aber es brechen keine weiteren grossen Kriege aus.</li> <li>• Die Märkte richten ihren Fokus schliesslich wieder auf wirtschaftliche Chancen und politische Divergenzen, jedoch in einer Welt, die strukturell weniger kooperativ und weniger effizient ist als zuvor.</li> <li>• Das Hauptrisiko für dieses Szenario ist der „Nebel des Krieges“, also ein Zusammenbruch rationaler Entscheidungsfindung.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Der Krieg führt letztlich zu einem sichereren Nahen Osten, wobei sich die regionale Stabilität verbessert und eine der wichtigsten strukturellen Quellen geopolitischer Risiken weniger bedrohlich wird.</li> <li>• Dies wäre das positivste Ergebnis für die Märkte und die Weltwirtschaft.</li> <li>• Es würde den Druck auf Energiemärkte, Handelsrouten und Risikoprämien verringern.</li> <li>• Dennoch würde dies keine vollständige Wiederherstellung der alten Ordnung bedeuten. Die Welt wäre weiterhin multipolarer, stärker umkämpft und weniger verankert als zuvor.</li> </ul>

Der entscheidende Punkt ist, dass diese Szenarien zu unterschiedlichen kurzfristigen Marktergebnissen führen, aber keines davon rechtfertigt die Annahme, dass das alte Anlageregime automatisch wiederkehrt. Deshalb bleibt unser übergeordneter Rahmen unverändert.

Die Inflation dürfte strukturell höher und volatiler bleiben, als es den Märkten lieb ist. Die Fiskalpolitik gewinnt gegenüber der reinen Geldpolitik an Bedeutung. Der US-Dollar bleibt

langfristig anfällig, auch wenn er in Stressphasen taktisch noch aufwerten kann. Staatsanleihen sind weniger verlässliche Schockabsorber als früher, und Aktienmärkte, insbesondere in den USA, bieten weiterhin weniger Fehlertoleranz, als der oberflächliche Optimismus vermuten lässt.

Dies ist daher kein Zeitpunkt, um ungezielt Risiko hinzuzufügen in der Annahme, dass sich historische Reflexe wiederholen. Es ist ein Zeitpunkt für Disziplin, Selektivität und eine

geringere Abhängigkeit von überlaufenen Annahmen.

---

*Der Iran-Krieg unterstreicht eine klare Botschaft: Disziplin und Selektivität sind entscheidend.*

---

Gleichzeitig dürfte eine stärker fragmentierte Welt auch klarere relative Gewinner hervorbringen als die Phase reichlicher Liquidität und unselektiver Multiplexansion.

**Implikationen für Anleger:** Dies ist kein Zeitpunkt, um nach einem geopolitischen Schock ungezielt Risiko zu kaufen. Bis ein neues Gleichgewicht klarer erkennbar ist, bevorzugen wir selektive regionale Allokationen gegenüber breitem Beta sowie Diversifikation über Staatsanleihen hinaus.

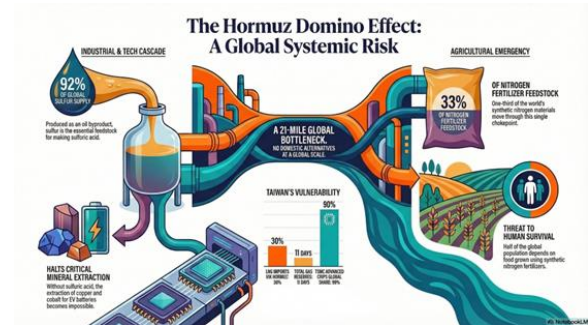
## Wenn geopolitisches Risiko zu wirtschaftlichem Risiko wird

Investoren sind weiterhin darauf konditioniert, geopolitische Schocks als vorübergehende Störungen zu betrachten, sofern sie keine unmittelbare und starke Bewegung der Ölpreise auslösen. Wir sind der Ansicht, dass dieser Rahmen zu eng geworden ist. In der heutigen Welt ist geopolitisches Risiko nicht nur deshalb relevant, weil es die Energiepreise bewegt, sondern weil es zunehmend Lieferketten, industrielle Margen, Investitionsentscheidungen und das Vertrauen insgesamt beeinflusst. Es ist zu einem Bestandteil des makroökonomischen Umfelds geworden und nicht mehr nur eine separate Schlagzeilenvariable.

Genau deshalb ist die Strasse von Hormus über Öl hinaus von Bedeutung. Selbst eine teilweise Störung kann sich auf Frachtkosten, petrochemische Vorprodukte, Düngemittelpreise, industrielle Margen und bestimmte Teile des Technologie- und Fertigungsökosystems auswirken. Märkte neigen dazu, diese Zweitrundeneffekte zu unterschätzen, weil sie sich nicht immer sofort

in einem einzelnen Referenzpreis widerspiegeln. Doch sie prägen die Kosten von Unternehmen, die regionale Wettbewerbsfähigkeit und den Handlungsspielraum der Zentralbanken.

Abbildung 5: Die Strasse von Hormus: strategische Bedeutung über Öl und Gas hinaus



Quelle: The Visual Capitalist

Europa veranschaulicht diesen Punkt gut. Wir sehen Europa weiterhin als eine valide Diversifikationsquelle und als einen Profiteur fiskalischer Expansion in Verteidigung, Infrastruktur und strategischen Industrien. Doch Europa ist nicht abgeschirmt. Seine Abhängigkeit von importierter Energie und die Sensitivität einiger Industriesektoren gegenüber externen Schocks bleiben reale Einschränkungen. Die gleiche Nuance gilt für Asien.

Wir sehen selektive Engagements in Asien als attraktiv, da Innovation und Bewertungen dort oft überzeugender sind als in den USA, gleichzeitig bleiben Teile der Region stark anfällig für Handels- und Inputstörungen.

---

*Geopolitik wirkt sich heute direkt auf Kosten, Margen und Wachstum aus. Sie ist kein reines Schlagzeilenrisiko mehr, sondern ein wirtschaftlicher Treiber.*

---

Die Implikation ist nicht, dass Investoren jede geopolitische Schlagzeile handeln sollten. Das zerstört in der Regel Wert. Die Implikation ist,

dass Geopolitik nun Inflation, Margen und die relative Marktperformance nachhaltiger prägt als zuvor. Das sollte in die strategische Asset-Allokation integriert werden und nicht als temporärer Overlay behandelt werden.

**Implikationen für Anleger:** *Bevorzugen Sie Anlagen, die sich besser behaupten können, wenn Energiepreise, Inflation oder Sicherheitsbedenken steigen, und seien Sie vorsichtiger bei Märkten und Sektoren, die weiterhin auf stabilen Handel, günstige Energie und ununterbrochene Lieferketten angewiesen sind.*

## Die zwei Motoren der US-Wirtschaft: KI und die Wohlhabenden

Eine treffende Aussage der Richmond Fed fasste das Quartal gut zusammen: „Die heutige Wirtschaft hat zwei Motoren: KI und die Wohlhabenden.“

Dieser Satz erklärt vieles. Haushalte mit höherem Einkommen stützen weiterhin den Konsum, da sie von starken Bilanzen, stabilen Einkommen und Vermögensinflation profitieren.

Abbildung 6: Aufspaltung der Konsumausgaben

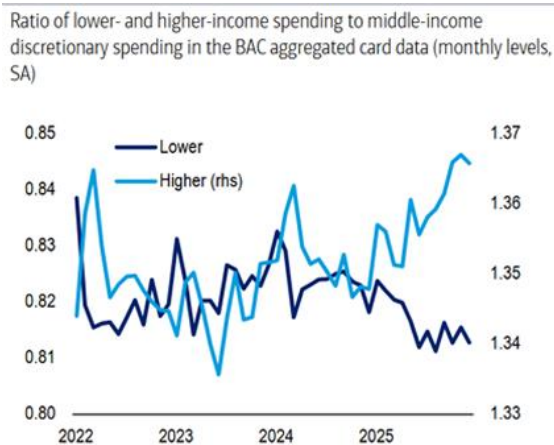


Abbildung 6: Aufspaltung der Konsumausgaben

Gleichzeitig sind der Ausbau von KI, Halbleiter, Cloud-Infrastruktur, Rechenzentren,

Softwareanpassungen und der Energiebedarf zu einem zweiten Motor für Wachstum, Investitionen und Marktvertrauen geworden.

*Die Marktresilienz wird von einer engen Gruppe von Treibern getragen, wobei KI und einkommensstärkere Konsumenten einen grösseren Teil der Last übernehmen als die Gesamtwirtschaft.*

Abbildung 7: Divergenz zwischen KI-Investitionen und Beschäftigungswachstum

### Exhibit 3: Capex and employment growth have diverged



Source: UBS Asset Management, MacroBond, BLS, Data as of Q2 2025  
Quelle: UBS AM

Diese Stützen sind real, aber sie sind eng. Haushalte mit niedrigerem Einkommen stehen stärker unter Druck durch Inflation, Finanzierungskosten und einen schwächeren Arbeitsmarkt. Daten zum Verbrauchervertrauen und Ausgabenmuster zeigen zunehmend eine gespaltene Wirtschaft statt einer einheitlich starken. Das gilt auch für die Märkte. KI ist zur dominierenden Investitionsgeschichte geworden, doch Investoren werden zu Recht anspruchsvoller. Sie wollen keine vagen Versprechen

zukünftiger Produktivität mehr, sondern Nachweise für Monetarisierung, Effizienzgewinne und nachhaltige Renditen auf sehr grosse Investitionsprogramme.

Die Marktbotschaft des ersten Quartals war aufschlussreicher, als es die Schlagzeilen vermuten liessen. Die aggregierte Widerstandsfähigkeit blieb erhalten, doch ihre Qualität verschlechterte sich. Sie beruhte auf konzentrierter Kaufkraft und konzentrierten Investitionen. Das reicht aus, um die Wirtschaft eine Zeit lang am Laufen zu halten. Es reicht nicht aus, um breite Marktgelassenheit oder Indexbewertungen zu rechtfertigen, die eine nahezu fehlerlose Umsetzung voraussetzen.

Dieses Kapitel ist auch wichtig, weil es hilft, den Blick über die USA hinaus zu erweitern. Wenn die Stärke der USA enger ist, als sie erscheint, verdienen Nicht-US-Chancen mehr Aufmerksamkeit, als ihnen benchmarkgetriebene Investoren üblicherweise schenken. Europa entwickelt sich zu einem der klareren Profiteure eines neuen Policy-Mix rund um Verteidigung, Infrastruktur und strategische Autonomie. Teile Asiens bieten weiterhin eine seltenere Kombination aus Innovation, Produktivität und Bewertungsdisziplin als das, was im US-Mega-Cap-Segment noch verfügbar ist. Wir müssen nicht behaupten, dass diese Regionen stärker sind als die USA, um zu argumentieren, dass sie am Rand bessere Diversifikation und in mehreren Fällen ein besseres Risiko-Rendite-Verhältnis bieten.

**Implikationen für Anleger:** *Begrenzen Sie die Allokation in breite US-Indizes, die von einer engen Gruppe von Themen getrieben werden, und seien Sie offener für Regionen und Sektoren, in denen Bewertungen niedriger sind, die Marktführerschaft breiter ist und die Erwartungen weniger anspruchsvoll sind.*

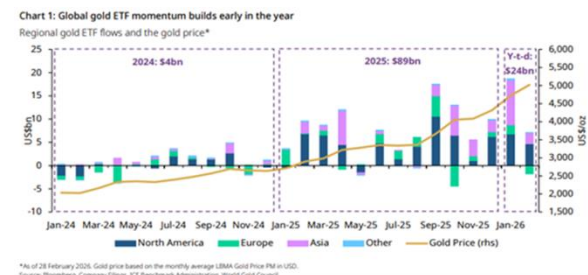
**Enge Widerstandsfähigkeit kann Märkte tragen, ist jedoch eine schwache Grundlage für breiten Optimismus.**

## Gold: Versagender sicherer Hafen oder gerechtfertigte Neubewertung?

Die jüngste Schwäche von Gold hat einige Investoren dazu veranlasst, zu fragen, ob es den Test als sicherer Hafen nicht bestanden hat. Wir sind nicht der Ansicht, dass dies die richtige Schlussfolgerung ist. Gold bleibt eine strategische Absicherung gegen fiskalische Exzesse, langfristige Währungsabwertung und die abnehmende Verlässlichkeit von Staatsanleihen als Portfoliostabilisator. Es ist jedoch auch ein stark gehandelter Vermögenswert, und kurzfristig können Positionierung und Zinserwartungen die strukturelle Geschichte dominieren.

Der Ausgangspunkt ist entscheidend. Die Rally von Gold bis zum Januar-Hoch hatte sich zunehmend von ihren traditionellen Treibern gelöst. Momentum, die Angst, etwas zu verpassen, und spekulative Aktivitäten liessen das Metall stark überkauft erscheinen. In diesem Kontext sollte die anschließende Korrektur nicht als Zusammenbruch der These verstanden werden, sondern als Neubewertung von Übertreibungen.

Abbildung 8: Gold-ETF-Mittelzuflüsse



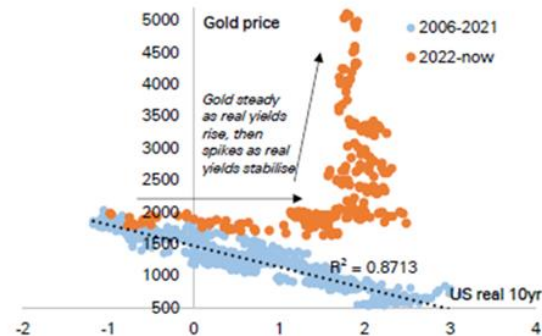
Quelle: Bloomberg

Aus unserer Sicht lässt sich die Korrektur durch drei Faktoren erklären. Erstens kehrte sich die spekulative Positionierung deutlich um. Zweitens passten die Märkte die Zinserwartungen nach oben an, was den US-Dollar unterstützte und die kurzfristige Attraktivität von Gold verringerte. Drittens könnte sich die Nachfrage der Zentralbanken (ein starker fundamentaler Treiber der Goldrally)

verlangsamen, da einige der grössten Käufer (z. B. GCC-Staaten, China, Indien) nun weniger überschüssiges Kapital zur Verfügung haben.

Abbildung 9: Korrelation zwischen Goldpreisen und realen Renditen

Figure 2: Gold's strong tie to real yields broke down 4 years ago



Source: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

Quelle: Deutsche Bank

Nichts davon untergräbt die langfristige Argumentation. Wenn sich unser Hauptszenario für den Iran materialisiert, bleiben die strukturellen Stützen für Gold bestehen: fiskalische Exzesse, Verschuldung und anhaltende Zweifel an der Glaubwürdigkeit von Fiat-Währungen. Gold ist jedoch historisch nicht günstig, selbst nach der Korrektur. Das spricht eher für Geduld als für Dringlichkeit. Phasen gerechtfertigter Neubewertung können die langfristige Argumentation für das Halten von Diversifikatoren zu besseren Einstiegszeitpunkten letztlich stärken.

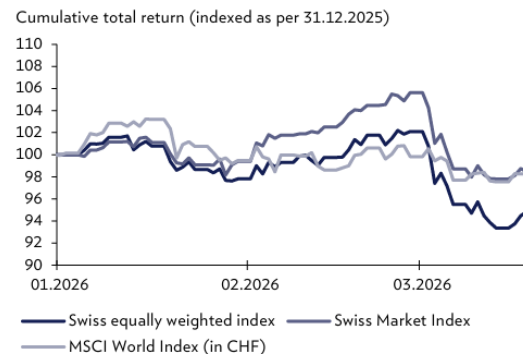
**Implikationen für Anleger:** Gold verdient weiterhin einen strategischen Platz als langfristiger Diversifikator, doch die jüngste Korrektur spricht gegen ein aggressives Aufstocken zu jedem Preis. Wir unterscheiden daher zwischen dem Halten einer Kernallokation und einem taktischen Aufbau erst dann, wenn sich Bewertung und Positionierung weiter normalisiert haben.

## Sind Schweizer Aktien wirklich eine defensive Anlage?

Schweizer Aktien werden oft als defensive Allokation in globalen Portfolios betrachtet. Das jüngste Marktverhalten hat jedoch Fragen aufgeworfen. Trotz ihres defensiven Rufes haben Schweizer Aktien seit Beginn der ersten Phase des Iran-Kriegs gegenüber den globalen Märkten underperformt.

Dies steht im Einklang mit einem breiteren Muster, das in diesem Quartal über verschiedene Anlageklassen hinweg zu beobachten war: Traditionelle defensive Bezeichnungen sind weniger verlässlich geworden, wenn Schocks gleichzeitig durch Inflation, Zinsen und geopolitische Fragmentierung getrieben werden.

Abbildung 10: Die durchschnittliche Schweizer Aktie im Vergleich zum Markt im Jahr 2026



Quelle: Julius Baer

Um dies genauer zu untersuchen, haben wir eine eigene historische Analyse von Schweizer Aktien durchgeführt. Ziel war es, zwischen Wahrnehmung und tatsächlichem Verhalten zu unterscheiden und zu beurteilen, ob die Defensivität vom Aktienmarkt selbst oder primär vom Schweizer Franken getrieben wird. Die Ergebnisse führten zu einer differenzierteren Schlussfolgerung.

Erstens weisen Schweizer Aktien tendenziell ein widerstandsfähigeres Abwärtsprofil auf als europäische Märkte und in vielen Fällen auch als das breitere globale Aktienuniversum.

Obwohl sie weiterhin dem Aktienrisiko ausgesetzt sind, verlieren sie in ungünstigen Marktphasen in der Regel weniger.

Zweitens zeigt die Evidenz, dass die defensiven Eigenschaften von Schweizer Aktien in Phasen erhöhter Inflation weniger wirksam sind, was verdeutlicht, dass Schweizer Aktien nicht inflationsresistent sind und genau in der Art von Regime underperformen können, die heute an Bedeutung gewinnt. Dies kann zumindest teilweise auf ihre relativ hohe Sensitivität gegenüber Zinsen zurückgeführt werden.

Schliesslich ist dieses Verhalten primär eine Eigenschaft des Aktienmarkts und nicht ausschliesslich ein Währungseffekt. Während der Schweizer Franken zur Stabilität beiträgt, zeigt unsere Analyse, dass das defensive Profil von Schweizer Aktien unabhängig von Währungsbewegungen bestehen bleibt.

Bei LUWEA betrachten wir Schweizer Aktien als einen defensiven Aktienmarkt, sie sollten jedoch nicht mit einem echten sicheren Hafen verwechselt werden. Sie sind kein Ersatz für Gold oder hochwertige Anleihen und auch nicht immun gegenüber Inflation oder zinssensitiven Neubewertungen. Sie können jedoch eine nützliche Rolle dabei spielen, das Abwärtsrisiko innerhalb einer Aktienallokation zu reduzieren.

---

*Schweizer Aktien sind kein sicherer Hafen, sondern eine widerstandsfähigere Art, Aktienrisiko einzugehen.*

---

## SPOTLIGHT: KI jenseits der Big Tech: Wo Wert geschaffen wird

### Kernaussagen:

- Die Nutzung von KI ist nicht gleichbedeutend mit Wertschöpfung. Die entscheidende Frage ist nicht, wo KI eingesetzt wird, sondern wer letztlich die wirtschaftlichen Gewinne vereinnahmt.
- Finanzwerte, Gesundheitswesen und plattformbasierte Kommunikationsdienste heben sich als interne Profiteure hervor, bei denen KI direkt die Kernprofitabilität verbessert und bestehende Wettbewerbsvorteile stärkt.
- KI schafft auch eine zweite Ebene von Profiteuren durch steigende Nachfrage nach Energie, Infrastruktur und Materialien, wobei die Renditen von Angebotsengpässen, Regulierung und Zyklizität abhängen.
- Eine breite Exponierung gegenüber der Nutzung von KI allein dürfte nicht ausreichen; Selektivität und Branchenstruktur werden die Renditen bestimmen.

Künstliche Intelligenz verändert bereits die Wirtschaft, doch ihre Implikationen für Anlagen werden oft missverstanden, insbesondere ausserhalb des Kernbereichs der KI (Big Tech). Für Investoren ist die entscheidende Frage nicht, wo KI eingesetzt wird, sondern wer letztlich ihre wirtschaftlichen Gewinne vereinnahmt. Aus Sicht der Vermögensverwaltung ist diese Unterscheidung entscheidend. Produktivitätsgewinne dürften weit verbreitet sein, doch die Aktionärsrenditen werden sich auf eine deutlich engere Gruppe von Sektoren konzentrieren, bestimmt durch Preissetzungsmacht, Wettbewerbsstruktur und die Kontrolle über zentrale Engpässe.

Dies führt zu einem anderen analytischen Ansatz als dem üblicherweise verwendeten. Ein grosser Teil der aktuellen Forschung konzentriert sich darauf, wo KI Effizienz und Produktivität verbessern kann. Wir hingegen fokussieren darauf, wie Wertschöpfung durch Branchen fliesst. Konkret darauf, wer letztlich

den Nutzen vereinnahmt. Dieser Rahmen klassifiziert Sektoren in drei Kategorien: **Margin Expander**, bei denen Effizienzgewinne einbehalten werden; **Volume Expander**, bei denen Gewinne die Nachfrage antreiben, aber teilweise durch Wettbewerb aufgezehrt werden; und **Pass-Through-Sektoren**, bei denen die Vorteile primär den Kunden zugutekommen oder durch Regulierung begrenzt sind. Parallel dazu identifizieren wir eine zweite Gruppe von Profiteuren: Sektoren, die KI nicht primär anwenden, aber von der durch ihre Nutzung ausgelösten Nachfrage profitieren.

Unter den internen Profiteuren stehen **Finanzwerte** als eines der klarsten Beispiele für Wertabschöpfung hervor. KI wird bereits eingesetzt, um Underwriting-Modelle in Echtzeit neu aufzubauen, indem alternative Daten und Verhaltenssignale integriert werden, um Kreditentscheidungen zu verbessern. Im Versicherungsbereich wird die Schadenbearbeitung zunehmend durch Bilderkennung und Anomalieerkennung automatisiert, wodurch Betrug reduziert und Schadenquoten gesenkt werden. Dies sind keine inkrementellen Effizienzgewinne, da sie die Kernprofitabilität direkt neu gestalten. Wichtig ist, dass diese Vorteile nicht leicht durch Wettbewerb aufgezehrt werden. Zugang zu proprietären Daten, regulatorische Hürden und Kundeninertia ermöglichen es Finanzinstituten, diese Gewinne zu behalten und operative Verbesserungen in strukturelle Vorteile bei der Risikoselektion umzuwandeln.

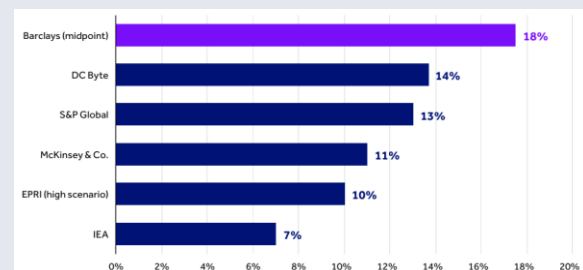
Das **Gesundheitswesen** stellt einen ähnlich attraktiven, wenn auch selektiveren Fall dar. Mit einem Anteil von rund 20 % an den globalen F&E-Ausgaben ist der Sektor besonders sensitiv gegenüber Verbesserungen der Forschungsproduktivität (Quelle: OECD). KI verbessert die Wirkstoffentwicklung, optimiert klinische Studien und erhöht die diagnostische Genauigkeit, wodurch der ROIC effektiv gesteigert wird. In der Pharma- und Biotechnologie ermöglichen IP-Schutzrechte den Unternehmen, diese Gewinne zu behalten, während Diagnostik und Medizintechnik von höherer Auslastung und besseren Ergebnissen

profitieren. Im Gegensatz dazu werden Effizienzgewinne bei Leistungserbringern häufig von Kostenträgern absorbiert, was die Bedeutung der Branchenstruktur für die Bestimmung von Anlageergebnissen bestätigt.

**Kommunikationsdienste** verdeutlichen weiter die Bedeutung der Geschäftsmodellstruktur. Digitale Plattformen profitieren von KI-getriebenen Verbesserungen bei Werbeeffizienz, Content-Erstellung und Nutzerinteraktion. Angesichts des Wachstums der globalen digitalen Werbung können selbst moderate Verbesserungen der Zielgenauigkeit zu einer spürbaren Umsatzsteigerung führen. Diese Gewinne werden weitgehend von interaktiven Medien und plattformbasierten Modellen vereinnahmt, bei denen Datenvorteile und Netzwerkeffekte die Wettbewerbsposition stärken. Telekommunikationsanbieter bleiben hingegen durch Regulierung und Wettbewerb eingeschränkt, was erneut zeigt, dass die Nutzung von KI allein keine Wertabschöpfung garantiert.

Über diese internen Profiteure hinaus treibt KI auch die Nachfrage nach einer Gruppe externer Enabler. **Energie** entwickelt sich dabei zu einer zentralen Einschränkung. Rechenzentren sind stark energieintensiv, und der globale Stromverbrauch von Rechenzentren dürfte sich bis 2030 mehr als verdoppeln und möglicherweise 1'000 TWh übersteigen, wobei allein die USA rund 15 % ausmachen.

Abbildung 11: Prognosen für das jährliche Wachstum der Stromnachfrage von US-Rechenzentren bis 2030



Quelle: Barclays Research, IEA

Dies schafft einen strukturellen Nachfrageimpuls für die Stromerzeugung,

insbesondere in Märkten mit begrenzter Angebotsflexibilität. Dort, wo der Kapazitätsausbau langsam ist und die Preisbildungsmechanismen marktbasierend sind, kann dies zu bedeutenden Renditen führen.

**Versorger** sind zwar essenziell für diese Expansion, bleiben jedoch strukturell eingeschränkt. Die durch KI getriebene Nachfrage erfordert erhebliche Investitionen in Netzinfrastruktur, Übertragung und Kühlsysteme und könnte einen neuen Investitionszyklus auslösen. Als regulierte Unternehmen werden die Renditen jedoch weitgehend durch genehmigte Renditesätze bestimmt, wobei Effizienzgewinne in der Regel mit den Verbrauchern geteilt werden. Infolgedessen stellen Versorger eine Wachstumschance dar, die durch die Ausweitung der Anlagenbasis und nicht durch Margenverbesserung getrieben wird.

Schliesslich vervollständigen **Materialien** die Gruppe der externen Profiteure und profitieren von der steigenden Nachfrage nach Elektrifizierung, Halbleitern und Bauaktivitäten. Wichtige Inputs wie Kupfer, Spezialchemikalien und Industriegase sind integraler Bestandteil des KI-Ökosystems. Zusätzlich werden

Baumaterialien für den weiteren Ausbau von Rechenzentren benötigt.

**Implikationen für Anleger:** *Wir wollen Portfolios auf Wertschöpfung ausrichten, nicht nur auf KI-Exponierung: Übergewichtung von Sektoren, in denen strukturelle Vorteile es ermöglichen, Effizienzgewinne in Margen umzuwandeln, und gleichzeitig selektiveres Vorgehen in Bereichen, in denen Vorteile durch Wettbewerb aufgezehrt oder reguliert werden. Gleichzeitig kann eine selektive Exponierung gegenüber KI-Enablern (insbesondere dort, wo die Nachfrage bei begrenztem Angebot steigt) zusätzliches Aufwärtspotenzial bieten, auch wenn diese Chancen oft zyklischer sind und aktives Timing erfordern.*

**Zusammenfassend wird KI erheblichen wirtschaftlichen Wert schaffen, doch dessen Verteilung wird ungleich sein. Für Investoren liegt die Chance nicht in einer breiten Exponierung gegenüber der Nutzung von KI, sondern darin, zu identifizieren, wo die Branchenstruktur es erlaubt, diesen Wert zu behalten.**

---

*Die grössten Profiteure von KI werden diejenigen sein, die sie nutzen, um neue Ebenen von Kreativität und Produktivität zu erschliessen.*

---

## Implikationen für das Portfolio und Schlussfolgerung

Das Quartal hat einen Punkt bestätigt, den wir konsequent vertreten haben: Ein anspruchsvolleres Umfeld eliminiert keine Chancen, erfordert jedoch einen selektiveren und weniger benchmarkgetriebenen Ansatz. Es verlangt, die Abhängigkeit von überlaufenen Narrativen, gestreckten Bewertungen und Währungsannahmen zu reduzieren, die nicht mehr so verlässlich sind wie zuvor.

Deshalb widerstehen wir weiterhin einem breiten US-Beta. Die USA beherbergen

weiterhin viele der weltweit besten Unternehmen, doch der Index als Ganzes bleibt zu eng und zu teuer im Verhältnis zur Bandbreite an makroökonomischen und politischen Entwicklungen, die nun vor ihm liegen.

Im Gegensatz dazu bieten mehrere Regionen ausserhalb der USA weiterhin eine bessere Kombination aus Bewertung und struktureller Unterstützung. Wir bleiben konstruktiv gegenüber Europa, wo fiskalische Expansion, Verteidigungsausgaben, Infrastrukturinvestitionen und strategische Autonomie mittelfristige Rückenwinde schaffen, die es vor einigen Jahren noch nicht

gab. Wir bleiben auch konstruktiv gegenüber Asien ex Japan, wo Technologieführerschaft, inländische Innovation und vernünftiger Bewertungen Chancen schaffen, die durch die Benchmark-Konzentration in den USA oft überdeckt werden. Das Gesundheitswesen bleibt ein bevorzugtes strukturelles Thema, nicht weil es immun gegenüber Schocks ist, sondern weil Demografie, Innovation und Bewertung weiterhin eine solidere Grundlage bieten als viele derzeit populäre Marktsegmente.

Bei den Währungen bleibt unsere Einschätzung unverändert. Wir wollen die US-Dollar-Exponierung auf Anlagen mit wirklich aussergewöhnlichem Renditepotenzial beschränken. Für den Rest des Portfolios ist Währungsdiversifikation wichtiger als im alten Regime. Gold, Sachwerte und aktive Strategien spielen weiterhin eine wichtige Rolle, da Staatsanleihen nicht mehr den gleichen

Diversifikationseffekt bieten wie früher. Gleichzeitig war das Quartal eine hilfreiche Erinnerung daran, dass keine Absicherung perfekt ist und dass Diversifikation über ein gesamtes Regime hinweg beurteilt werden sollte und nicht anhand einer Woche mit gestresster Preisentwicklung.

**Implikationen für Anleger:** Für Portfolios bedeutet dies, über kurzfristige Marktschwankungen hinauszublicken, die Abhängigkeit von breiten US-Aktienindizes zu begrenzen, die Allokation in Europa und Asien ex Japan zu erhöhen, das USD-Risiko aktiv zu steuern und weiterhin Gold sowie alternative Anlagen zur Diversifikation zu nutzen.

**Im aktuellen Regime ist das richtige Portfolio nicht das aggressivste, sondern dasjenige, das von den wenigsten fragilen Annahmen abhängt.**

Abbildung 12: Positionierung des LUWEA Growth Portfolios im ersten Quartal

Anlageklasse	Portfolioallokation	Positionierung relativ zur SAA und Richtung im Q4 (Pfeil)		
		U/W	NEUTR	O/W
Geldmarkt	10.1%			↑
Festverzinsliche Anlagen	19.1%		=	
<i>Euro-Anleihen</i>	14.0%	=		
<i>Schwellenländeranleihen</i>	5.1%			=
Aktien	48.0%	↓		
<i>Nordamerika</i>	21.3%	↓		
<i>Europa ex Schweiz</i>	11.2%	↑		
<i>Schweiz</i>	4.1%			=
<i>Asien ex Japan</i>	7.3%			↓
<i>Japan</i>	2.2%		↓	
<i>Thema: Gesundheitswesen</i>	1.0%			=
<i>Thema: Europäische Verteidigung</i>	0.9%			↑
Alternative Anlagen	22.8%			=
<i>Private Equity</i>	8.0%		=	
<i>Hedgefonds</i>	7.2%		=	
<i>Gold</i>	7.2%			↑
<i>Bitcoin</i>	0.4%			=

Hinweis: Positionierung: U/W – untergewichtet, NEUTR – neutral, O/W – übergewichtet.

Hinweis: Richtung im Q3: ↑ – Positionierung erhöht, = – keine Änderungen, ↓ – Positionierung reduziert.

## Haftungsausschluss

Dieser Bericht wurde von LUFWEA AG ausschliesslich zu Informationszwecken erstellt. Er darf ohne die vorherige ausdrückliche Zustimmung der LUFWEA AG weder ganz noch teilweise verkauft, weitergegeben, vervielfältigt oder veröffentlicht werden.

Dieser Bericht stellt weder eine Anlageberatung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten oder zur Teilnahme an einer Anlagestrategie dar. Weder LUFWEA AG noch ihre Tochtergesellschaften, verbundenen Unternehmen oder Mitarbeitenden übernehmen eine Haftung für direkte oder indirekte Verluste, die sich aus der Nutzung dieser Publikation oder ihres Inhalts ergeben.

Die hierin genannten Anlagen können erhebliche Risiken beinhalten und sind möglicherweise nicht für alle Investoren geeignet. Die mit Anlagen in die genannten Instrumente verbundenen Risiken werden nicht vollständig erläutert. Dieser Bericht basiert auf öffentlich zugänglichen Informationen. Obwohl angemessene Sorgfalt darauf verwendet wurde, sicherzustellen, dass die hierin enthaltenen Informationen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung weder unrichtig noch irreführend sind, übernimmt LUFWEA AG keine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Eignung der Daten.

LUFWEA AG kann nicht garantieren, dass in diesem Bericht genannte Prognosen eintreten

werden. Sämtliche hierin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen geben die aktuelle Beurteilung der Autorinnen und Autoren wieder und entsprechen nicht zwingend der Ansicht der LUFWEA AG oder ihrer Tochtergesellschaften und verbundenen Unternehmen.

LUFWEA AG verpflichtet sich nicht, Sie über Änderungen ihrer Einschätzungen oder der zugrunde liegenden Informationen zu informieren. Darüber hinaus behalten wir uns das Recht vor, diese Informationen ohne Vorankündigung nicht zu aktualisieren oder vollständig einzustellen. Investoren sollten ihre Anlageentscheidungen eigenständig und ohne sich auf diese Publikation zu verlassen treffen.

LUFWEA AG, ihre Tochtergesellschaften und verbundenen Unternehmen sowie deren Mitarbeitende können Positionen in Wertpapieren von Unternehmen oder in Finanzinstrumenten halten, die in diesem Bericht behandelt werden, und diese in einer Weise handeln, die von den in diesem Bericht dargestellten Ansätzen abweicht. Dieser Bericht kann Analysen enthalten, die auf technischer Analyse basieren. Technische Analyse beruht in der Regel auf der Untersuchung von Preisbewegungen und Handelsvolumina, um Preistrends zu identifizieren und zu prognostizieren. Sie berücksichtigt nicht die fundamentalen Daten des zugrunde liegenden Emittenten.

